

# 奕瑞科技 (688301.SH)

优于大市

## 一季报点评：探测器业务保持领先，核心部件及解决方案快速增长

### 核心观点

**2024年营业收入同比减少1.74%，归母净利润同比减少23.43%。**公司2024年实现营业收入18.31亿元，同比减少1.74%；归母净利润4.65亿元，同比减少23.43%；扣非归母净利润4.39亿元，同比减少25.84%。单季度来看，2024年第四季度实现营业收入4.75亿元，同比增长1.78%；归母净利润0.75亿元，同比减少57.02%；扣非归母净利润0.53亿元，同比减少46.91%。2025年第一季度实现营业收入4.82亿元，同比减少1.92%；归母净利润1.43亿元，同比增长2.74%；扣非归母净利润1.41亿元，同比减少9.19%。2024年公司业绩承压受探测器下游需求疲软影响，2025年一季度业绩企稳归母净利润实现增长，随下游行业需求复苏及设备更新政策驱动公司有望受益。

**盈利能力有所承压，主要系受产品结构变化与费用端影响。**2024年公司毛利率/净利率分别为50.11%/24.59%，同比变动-7.73/-7.86pct，公司毛利率下滑较多主要系低毛利率的非探测器业务占比提升；费用率方面，2024年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为3.80%/7.56%/16.94%/-0.24%，同比变动-1.40/+2.10/+2.84/+0.98pct，管理费用增长较多主要系人员增加以及资本市场中介服务费增加，研发费用进一步提升主要系公司重视产品创新与技术研究，2024年研发人员达633人，较上年同期增长23.15%。2025年一季度公司毛利率/净利率分别为48.92%/28.17%，同比变动-4.41/+0.23pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为4.80%/4.84%/12.48%/0.47%，同比变动+1.01/-0.07/-1.48/+1.30pct。

**探测器业务短期承压，全球仍保持领先份额稳步提升。**2024年探测器收入14.90亿元，同比减少11.99%，毛利率56.65%，同比减少4.32pct，探测器业务短期承压主要系下游医疗行业需求影响所致，公司开拓海外市场深化客户合作，积极提升市场份额。2022年至2024年，公司X线探测器（含口内探测器）销售数量分别为9.13/10.55/11.92万台，全球市占率稳步提升（2023年全球市占率达20.09%），2022年以来国内份额均位列第一。

**新核心部件及解决方案基本完成布局，进入快速增长阶段。**新核心部件业务2024年实现收入1.26亿元，同比增长45.49%，毛利率13.32%，同比减少2.25pct；解决方案及技术服务2024年实现收入0.96亿元，同比增长262.56%，毛利率38.27%，同比减少27.82pct。分业务来看，1）高压发生器和组合式射线源领域：公司产品规划布局覆盖医疗和工业领域，已在产品平台完成相关样机研发以及部分型号产品的量产交付。2）球管领域：公司已完成微焦点球管、透射靶球管、齿科球管及部分C型臂/DR球管研发，目前已完成部分CT球管开发，微焦点球管已实现量产销售。3）解决方案领域：公司已在DR、C型臂、兽用、胃肠、骨龄、齿科CBCT、医用螺旋CT、工业等不同应用领域实现产品的开发，部分产品成功实现商业化并已开始向客户批量交付。

**投资建议：**公司是国内数字化X射线探测器龙头，卡位上游核心零部件环节，快速拓展产品线及应用领域，国产替代大趋势下成长空间广阔。考虑到公司新业务核心部件及解决方案毛利率较低，费用端继续加大研发投入和股权激励摊销费用对利润影响，我们下调2025-2026年盈利预测并新增2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润为5.93/7.07/8.78亿元（2025-2026年前值10.56/12.69亿元），对应PE为30/25/20倍，维持“优于大市”评

### 公司研究·财报点评

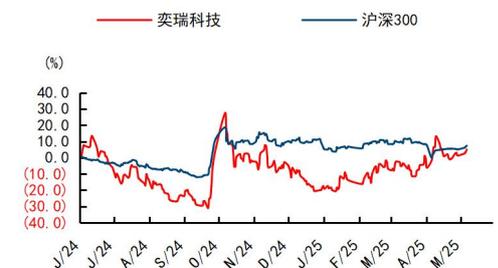
#### 机械设备·专用设备

证券分析师：吴双 联系人：张宇翔  
 0755-81981362 0755-81981897  
 wushuang2@guosen.com.cn zhangyuxiang@guosen.com.cn  
 S0980519120001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	125.45元
总市值/流通市值	17947/17947百万元
52周最高价/最低价	223.90/82.51元
近3个月日均成交额	255.99百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《奕瑞科技(688301.SH)-2023年收入同比增长20%，拟扩建CMOS探测器用传感器产能》——2024-04-22
- 《奕瑞科技(688301.SH)-收入短期承压，发布股权激励和回购方案，看好长期成长潜力》——2023-10-17
- 《奕瑞科技(688301.SH)-上半年收入同比增长33%，加大研发投入积极拓展新核心部件》——2023-08-31

级。

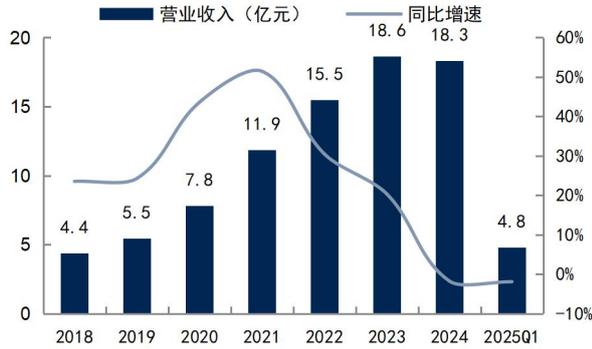
**风险提示：**行业竞争加剧；新业务拓展不及预期；技术被赶超风险。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,864	1,831	2,181	2,594	3,089
(+/-%)	20.3%	-1.7%	19.1%	18.9%	19.1%
归母净利润(百万元)	607	465	593	707	878
(+/-%)	-5.3%	-23.4%	27.5%	19.2%	24.2%
每股收益(元)	5.96	3.25	4.15	4.95	6.15
EBIT Margin	32.5%	21.2%	24.1%	25.8%	27.8%
净资产收益率 (ROE)	14.0%	10.0%	12.0%	13.2%	15.2%
市盈率 (PE)	21.1	38.6	30.2	25.3	20.4
EV/EBITDA	25.0	51.2	28.6	21.3	17.6
市净率 (PB)	2.95	3.87	3.61	3.35	3.10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

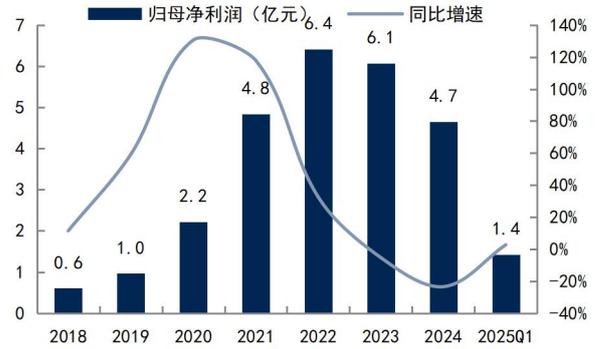
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 奕瑞科技 2025 年第一季度营业收入同比减少 1.92%



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 奕瑞科技 2025 年第一季度归母净利润同比增长 2.74%



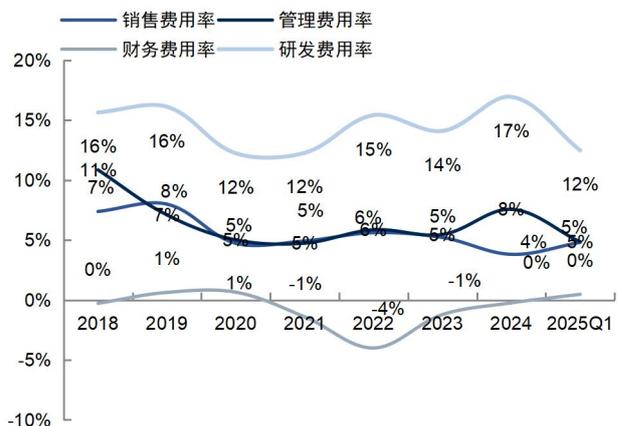
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 奕瑞科技毛利率有所承压



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 奕瑞科技期间费用率整体维持稳定



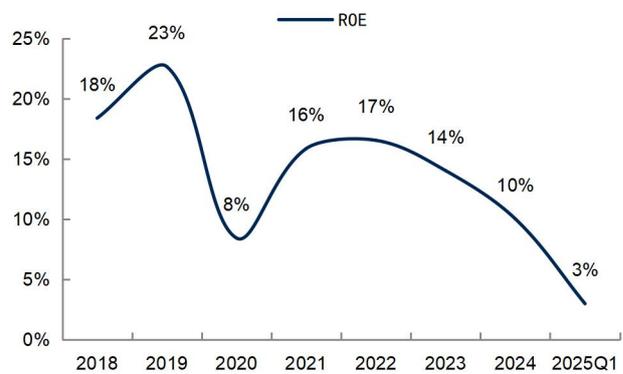
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 奕瑞科技研发费用持续增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 奕瑞科技 ROE 有所波动



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

**探测器：**探测器下游主要行业为医疗、齿科和工业，医疗设备行业受益于设备更新政策需求有望迎来复苏，齿科产品海外客户持续测试及导入，工业领域应用广泛受益于半导体、动力电池等行业发展，我们预计探测器业务将重新恢复较快增长，假设 2025-2027 年该业务增速分别为 14.95%/15.00%/15.00%。2024 年毛利率受产品结构和产品降价影响有所下滑，但随着公司探测器产品结构优化、收入增长带来规模效应，我们假设 2025-2027 年毛利率分别为 57%/58%/59%。

**解决方案/技术服务收入：**公司持续开展解决方案相关的新技术研究，加快产品创新，目前已基本完成布局进入快速增长期，多款医用产品和全新的电池检测方案已批量出货，光伏和手机散热片领域检测方案也在推进。我们预计公司该板块继续保持较高速增长，我们假设 2025-2027 年解决方案/技术服务收入增速分别为 65.87%/50.00%/50.00%。2024 年毛利率受产品结构影响有所下滑，但随着公司收入增长带来规模效应，我们假设 2025-2027 年毛利率分别为 40.00%/42.00%/44.00%。

**核心部件销售：**公司持续开展核心部件相关的新技术研究，加快产品创新，目前已基本完成布局进入快速增长期，高压发生器、球管、射线源等产品均已完成研发并实现出货，我们预计公司该板块将继续保持较高速增长，假设 2025-2027 年核心部件收入增速分别为 50%/40%/30%。该业务随收入规模上升将带来规模效应，我们假设 2025-2027 年毛利率分别为 15.00%/17.00%/19.00%。

**配件销售及租赁业务：**配件销售及租赁业务目前收入规模小，且并非公司主营业务，我们假设 2025-2027 年配件销售增速分别为 0%/0%/0%，毛利率分别为 20.00%/20.00%/20.00%，假设 2025-2027 年租赁业务增速分别为 0%/0%/0%，毛利率分别为 6.00%/6.00%/6.00%。

表1: 奕瑞科技业绩拆分

报告期（亿元，%）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>探测器</b>					
收入	16.94	14.90	17.14	19.71	22.67
增速		-11.99%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率(%)	61.12%	56.65%	57.00%	58.00%	59.00%
<b>解决方案/技术服务收入</b>					
收入	0.27	0.96	1.6	2.40	3.60
增速		262.56%	65.87%	50.00%	50.00%
毛利率(%)	66.10%	38.27%	40.00%	42.00%	44.00%
<b>核心部件销售</b>					
收入	0.87	1.26	1.89	2.6	3.4
增速	154.95%	45.49%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率(%)	15.57%	13.32%	15.00%	17.00%	19.00%
<b>配件销售</b>					
营业收入	0.49	1.11	1.11	1.11	1.11
增速		128.28%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	24.03%	17.30%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>租赁收入</b>					

营业收入	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07
增速		-12.60%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	1.96%	5.66%	6.00%	6.00%	6.00%
<b>营业总收入</b>					
营业收入	18.64	18.31	21.81	25.94	30.89
增速		-1.74%	19.12%	18.92%	19.08%
毛利率(%)	57.84%	50.11%	50.06%	50.56%	51.27%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收为 21.81/25.94/30.89 亿元，同比增长 19.12%/18.92%/19.0%，毛利率分别为 50.06%/50.56%/51.27%。

## 未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2025-2026 年归属母公司净利润分别为 5.93/7.07/8.78 亿元，同比增加 27.5%/19.2%/24.2%。

表2: 未来三年盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1864	1831	2181	2594	3089
营业成本	786	914	1089	1282	1505
营业税金及附加	10	11	12	15	18
销售费用	97	70	87	101	117
管理费用	102	138	118	136	157
研发费用	263	310	349	389	432
财务费用	(23)	(4)	57	68	69
投资收益	22	37	35	25	25
资产减值及公允价值变动	(76)	(49)	5	5	5
其他收入	109	126	130	130	130
营业利润	684	507	638	762	950
营业外净收支	1	0	10	10	10
利润总额	685	507	648	772	960
所得税费用	80	57	74	88	109
少数股东损益	(3)	(15)	(19)	(22)	(28)
归属于母公司净利润	607	465	593	707	878

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

表3: 可比公司估值表 (截至 2025 年 5 月 8 日)

证券代码	公司简称	投资评级	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS				PE			
					2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
688607.sh	康众医疗	未评级	17.27	15	0.20	0.39	0.50	0.62	86	45	35	28
688531.sh	日联科技	未评级	65.02	74	1.25	1.70	2.31	3.05	52	38	28	21
688686.sh	奥普特	未评级	91.06	111	1.11	1.77	2.31	2.95	82	51	39	31
								平均值	73	45	34	27
688301.sh	奕瑞科技	优于大市	125.45	179	3.25	4.15	4.95	6.15	39	30	25	20

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测。注: 未评级公司取 Wind 一致预期。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1880	2099	1486	1740	2155	营业收入	1864	1831	2181	2594	3089
应收款项	681	826	891	1044	1215	营业成本	786	914	1089	1282	1505
存货净额	782	798	955	928	1053	营业税金及附加	10	11	12	15	18
其他流动资产	104	117	104	145	172	销售费用	97	70	87	101	117
<b>流动资产合计</b>	<b>3717</b>	<b>3954</b>	<b>3786</b>	<b>4206</b>	<b>4944</b>	管理费用	102	138	118	136	157
固定资产	3002	4371	4926	5145	4923	研发费用	263	310	349	389	432
无形资产及其他	175	221	213	205	198	财务费用	(23)	(4)	57	68	69
投资性房地产	581	465	465	465	465	投资收益	22	37	35	25	25
长期股权投资	36	72	72	72	72	资产减值及公允价值变动	(76)	(49)	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>7511</b>	<b>9083</b>	<b>9462</b>	<b>10094</b>	<b>10602</b>	其他收入	109	126	130	130	130
短期借款及交易性金融负债	380	158	150	229	179	营业利润	684	507	638	762	950
应付款项	810	573	586	729	782	营业外净收支	1	0	10	10	10
其他流动负债	177	168	181	194	226	<b>利润总额</b>	<b>685</b>	<b>507</b>	<b>648</b>	<b>772</b>	<b>960</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1367</b>	<b>900</b>	<b>917</b>	<b>1153</b>	<b>1187</b>	所得税费用	80	57	74	88	109
长期借款及应付债券	1601	3295	3295	3295	3295	少数股东损益	(3)	(15)	(19)	(22)	(28)
其他长期负债	191	241	294	320	362	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>607</b>	<b>465</b>	<b>593</b>	<b>707</b>	<b>878</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1792</b>	<b>3536</b>	<b>3589</b>	<b>3615</b>	<b>3658</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3158</b>	<b>4437</b>	<b>4506</b>	<b>4768</b>	<b>4845</b>	净利润	607	465	593	707	878
少数股东权益	23	8	(2)	(15)	(29)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	4330	4639	4959	5340	5786	折旧摊销	31	49	259	394	437
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7511</b>	<b>9083</b>	<b>9462</b>	<b>10094</b>	<b>10602</b>	公允价值变动损失	76	49	(5)	(5)	(5)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(23)	(4)	57	68	69
每股收益	5.96	3.25	4.15	4.95	6.15	营运资本变动	270	(253)	(131)	17	(197)
每股红利	2.16	1.81	1.91	2.28	3.03	其它	(2)	(7)	(10)	(12)	(14)
每股净资产	42.46	32.42	34.73	37.40	40.52	<b>经营活动现金流</b>	<b>982</b>	<b>303</b>	<b>706</b>	<b>1100</b>	<b>1099</b>
ROIC	15%	9%	10%	12%	15%	资本开支	0	(1366)	(801)	(601)	(201)
ROE	14%	10%	12%	13%	15%	其它投资现金流	395	157	(236)	0	0
毛利率	58%	50%	50%	51%	51%	<b>投资活动现金流</b>	<b>359</b>	<b>(1245)</b>	<b>(1037)</b>	<b>(601)</b>	<b>(201)</b>
EBIT Margin	33%	21%	24%	26%	28%	权益性融资	11	30	0	0	0
EBITDA Margin	34%	24%	36%	41%	42%	负债净变化	382	1644	0	0	0
收入增长	20%	-2%	19%	19%	19%	支付股利、利息	(221)	(259)	(273)	(325)	(433)
净利润增长率	-5%	-23%	27%	19%	24%	其它融资现金流	(2504)	(1639)	(8)	79	(50)
资产负债率	42%	49%	48%	47%	45%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2171)</b>	<b>1162</b>	<b>(281)</b>	<b>(246)</b>	<b>(483)</b>
息率	1.2%	1.4%	1.5%	1.8%	2.4%	<b>现金净变动</b>	<b>(829)</b>	<b>220</b>	<b>(613)</b>	<b>253</b>	<b>415</b>
P/E	21.1	38.6	30.2	25.3	20.4	货币资金的期初余额	2709	1880	2099	1486	1740
P/B	3.0	3.9	3.6	3.4	3.1	货币资金的期末余额	1880	2099	1486	1740	2155
EV/EBITDA	25.0	51.2	28.6	21.3	17.6	企业自由现金流	0	(1226)	(208)	404	800
						权益自由现金流	0	(1220)	(267)	423	688

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032